

## 原油专题：

# 快牛起步，慢牛结尾，把握“先外后内”原则

2020年11月25日

臧加利

高级研究员

执业编号：F3049542

投资咨询：Z0015613

电话：0571-28132632

手机：18616219409

邮箱：zangjiali@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路188

号天人大厦19-20层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

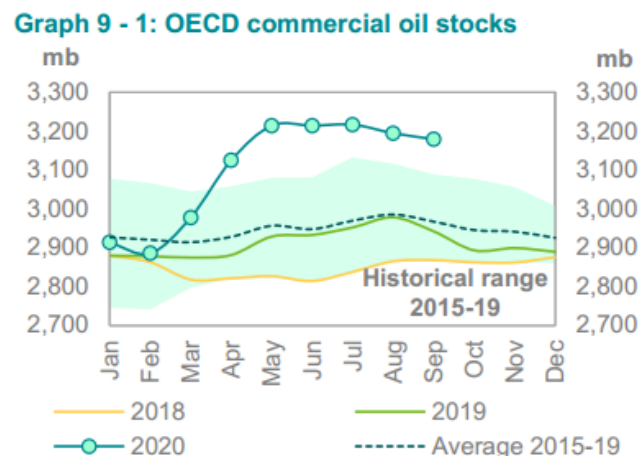
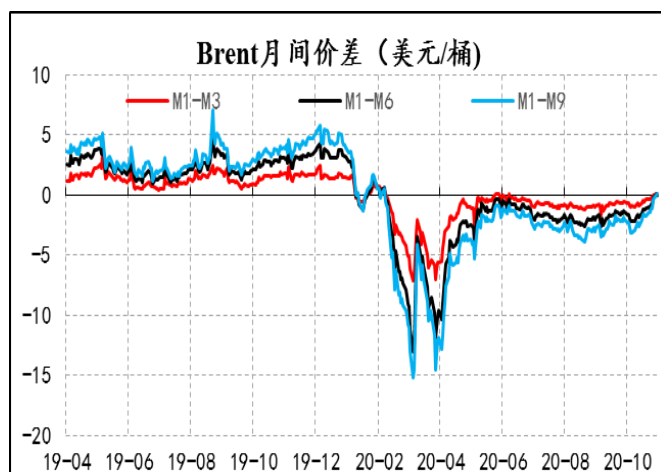


### 核心观点：

- 本轮暴涨中，我们认为油价的金融属性更为凸显，市场资金充分挖掘原油期现结构变化这一点，并借助疫苗利好消息进行放大，强化了原油的短期上涨趋势。
- 考虑到当前原油绝对价格仍处于历史较低水平，一旦期现结构转为 Back 并保持住，后续原油仍有较大的增长空间可以期待，初步测算 Brent 原油目标位至 70 美元/桶，WTI 原油目标位至 65 美元/桶。不过，原油期限结构的转变不是一蹴而就的，往往需要 1-2 个月的时间进行稳固。我们认为，原油市场大概率会呈现“快牛起步，慢牛结尾”的格局。
- 原油牛市已经启动，但短期内原油上涨节奏过快，脱离了基本面的同步支撑，当前油价计入了炒作和预期情绪，因此原油随时可能进行回调。把握“先外盘后内盘”原则，待短期热度减弱后做中长线布局。操作标的若选择 SC 原油，需要考虑远月升水以及相应的换月成本，布局窗口要适度后移，重点关注 SC 原油期限结构变化。

## 外盘原油进入期限结构转变阶段

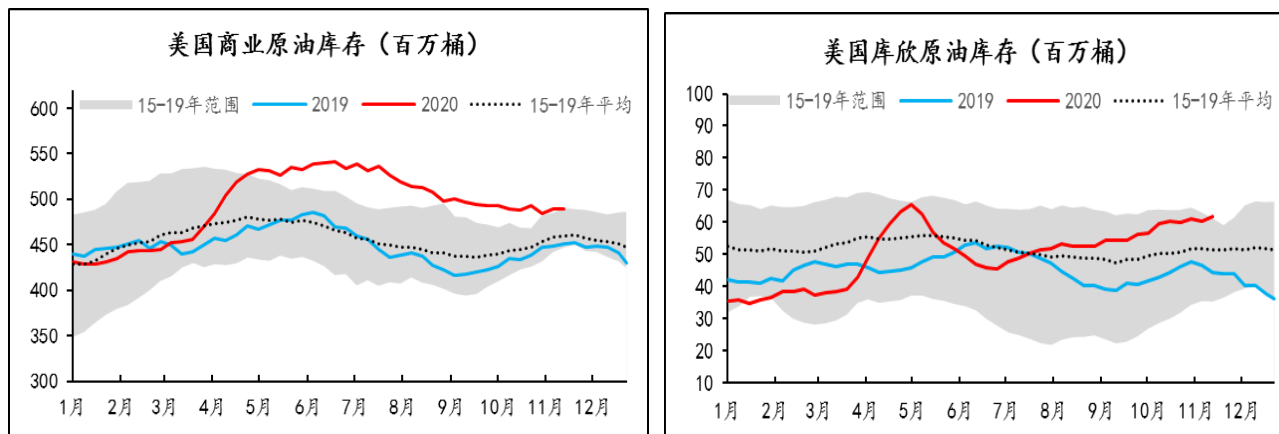
从11月初开始，外盘原油反弹势头较为凶猛，截至目前的月度涨幅接近30%，Brent原油基本回到3月份沙特打价格战时的水平。在本轮油价上涨过程中，月间价差也在稳步恢复，以Brent原油近月月差为例，首行-近三月价差从月初的-1美元逐步收窄至0值附近，即Brent原油近月端几个合约价格基本处于平水状态。从今年3月开始，在新冠疫情和沙特价格战的双重冲击下，Brent原油期现结构快速从Back转为Contango，并且不断加深，4月份Super Contango结构下吸引了大量浮仓屯油套利资本的介入，近月贴水开始得到支撑。5月开始，以中国为代表的原油需求强势爆发，加上OPEC+开始新一轮减产行动，原油市场供过于求的局面得到扭转，全球原油库存逐步转入去库阶段，带动外盘原油月差结构持续改善。9-10月，由于二次疫情忧虑加重，以及美国大选带来的不确定性，全球金融市场避险情绪提升，原油单边价格大幅回调，但是该阶段内原油的月差结构却相对持稳，其背后是以OECD国家为代表的原油库存继续去化。进入11月后，月差结构继续改善，并最终进入变结构阶段。一般来说，一旦Contango结构转变为Back结构，产业套保空头会逐步离场，而被动型配置的石油基金会加速入场，原油会呈现易涨难跌的特性。



资料来源：Wind，OPEC，信达期货研发中心

## 短期来看，资金借助疫苗炒作，放大基本面变化

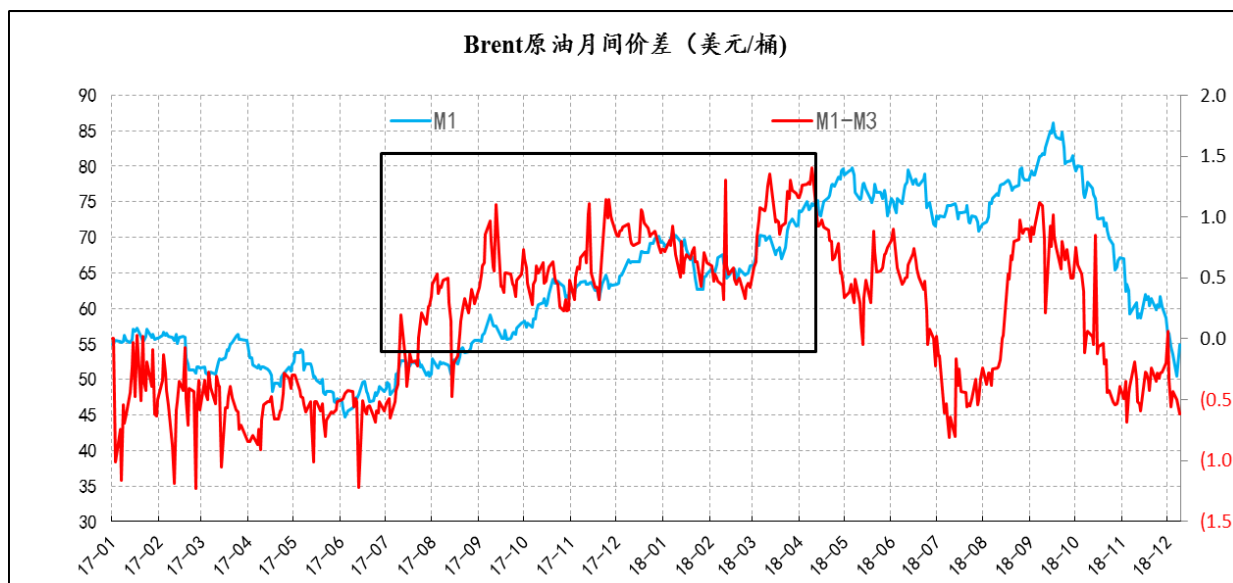
原油在商品属性之外还有金融和政治属性，不同阶段内，各属性对油价的影响程度相同。地缘政治方面，虽然沙特阿美石油公司的炼油设施再次遭到也门胡赛武装的袭击，但是与去年9月沙特近一半的产能受袭击影响而短暂下线相比，本次袭击影响程度十分有限，此外，美国对伊朗和委内瑞拉的制裁没有进一步加强，反而随着拜登上台，这种紧张对峙的局面有望得到缓解。供需存方面，由于疫情这个扰动因素的存在，需求较难评估，直接从库存的角度来看，首先看涵盖范围广的OECD库存，5月是库存拐点，5-7月供需弱平衡，库存没有进一步累积，8月开始库存开始去化，但是去库速率符合季节性特征，并没有超预期去库的出现，目前库存水平仍高出五年均值8%左右，库存压力依然较大。其次，看下局部性的美国EIA库存，商业原油在7-10月是去库较为顺畅的，11月去库节奏有所放缓，此外有一点需要重点注意，那就是库欣原油库存自7月开始是持续增加的，库欣是WTI原油交割地，也是重要的库存枢纽，由于靠近页岩油主产区，能很好地反映美国页岩油生产现状，也就是说WTI原油保持在35美元以上，美国页岩油就有生产的动力。综合来看，本轮暴涨中，我们认为油价的金融属性更为凸显，市场资金充分挖掘原油期现结构变化这一点，并借助疫苗利好消息进行放大，强化了原油的短期上涨趋势。



资料来源：EIA，信达期货研发中心

## 长期来看，原油牛市已经开启，先快后慢，空间可期

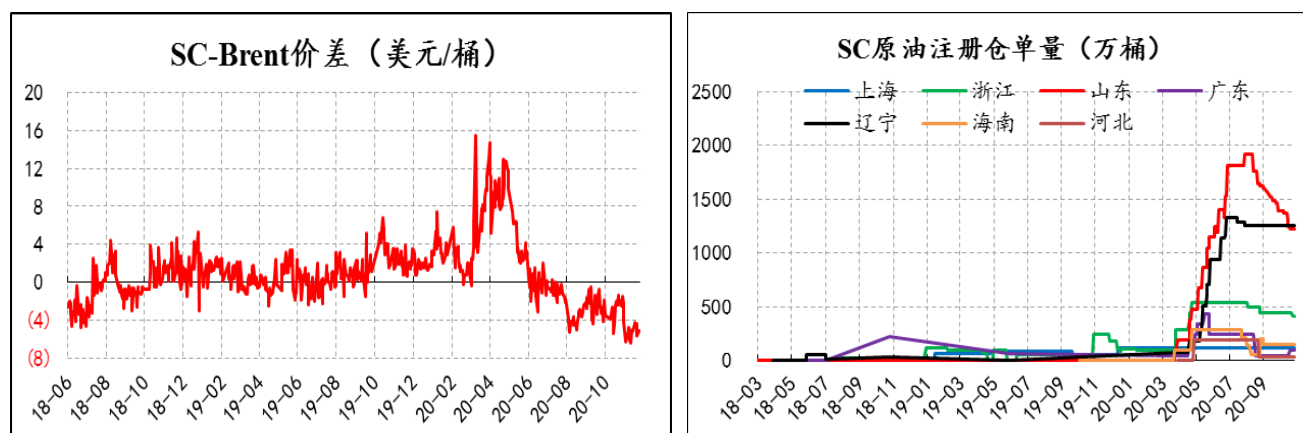
回顾上一轮油价暴跌时期（2014-2015年），Brent原油期限结构在2014年7月底从Back结构转为Contango后，该结构维持了3年之久，2017年9月期限结构正式从Contango转为Back，Brent原油也摆脱震荡区间开启加速上涨走势。在两者共振上涨阶段，Brent原油从54美元涨至75美元，涨幅40%，用时9个月。考虑到当前原油绝对价格仍处于历史较低水平，一旦期现结构转为Back并保持住，后续原油仍有较大的增长空间可以期待，初步测算Brent原油目标位至70美元/桶，WTI原油目标位至65美元/桶。不过，原油期限结构的转变不是一蹴而就的，往往需要1-2个月的时间进行稳固。当下阶段，脱离原油自身基本面，仅仅借助疫苗预期而实现期限结构的转变和稳固并不现实。疫苗的接种需要时间，而初期阶段也会有很多的观望情绪，因此疫苗对油价的持续提振在空间和时间上都要打折扣。此外，原油被动减产（美国页岩油等）会根据油价进行自我调节，原油主动减产（OPEC+减产联盟）会根据库存水平和市场预期进行主动调节。所以，我们认为，原油市场大概率会呈现“快牛起步，慢牛结尾”的格局。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

## 把握“先外后内”原则，待短期热度减弱后做中长线布局

由于原油期限结构正在发生实质性变化，该阶段并不适合做空，即要么做多，要么观望。考虑到短期内原油上涨节奏过快，脱离了基本面的同步支撑，当前油价计入了炒作和预期情绪，因此原油随时可能进行回调。短线操作者，建议日内交易为主，持仓不过夜。中长线操作者，不急于入场，布局的窗口期会有 1-2 个月，可以逢低进行外盘原油远月合约的布局。对于国内 SC 原油而言，最近几个交易日涨幅较大且涨速较快，我们认为主要在走内外价差修复的逻辑，即 SC 较外盘贴水达到套利窗口后，会驱动 SC 原油仓单货的转出口，这一点可以参考今年 8 月份保税 380 燃料油期货仓单的复运出口。前期制约 SC 的两大因素还没有明显改变，人民币兑美元汇率维持在 6.6 左右，SC 仓单虽有下降，但核心区域（中化弘润潍坊）的仓单降幅有限，且绝对值仍处于高位。SC 原油的期限结构依然维持较深的 Contango，近月的大幅上涨并没有驱动月差的改善，中长线操作者需要考虑远月升水以及相应的换月成本。根据我们的预计，明年初开始，山东地炼会逐步使用新一年的原油进口和使用配额，地炼入场采购原油会加速仓单的消化，进而解除仓单对 SC 原油的压制作用。因此，SC 原油的中长线布局窗口要适度后移，重点关注 SC 原油期限结构变化。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

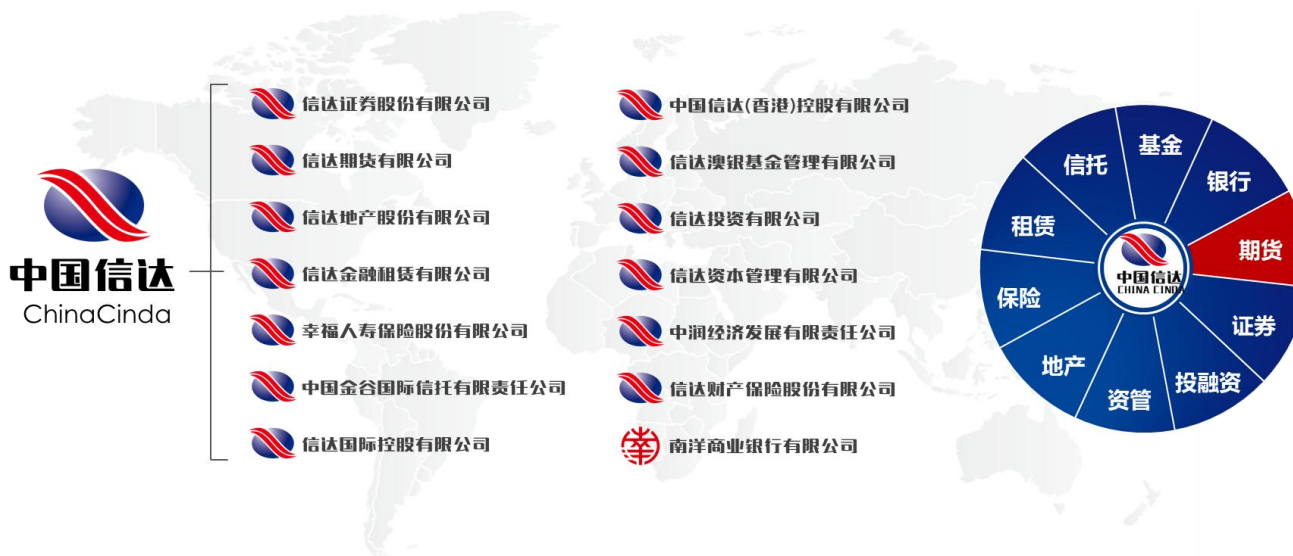
## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 17 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、萧山 10 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

## 【全国分支机构】



分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营业部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

## 【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。